

学校编码:10384

学号: 17520081151326

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

股权结构对我国上市公司派现行为的影响

**The Effect of Ownership Structure on Cash Dividend  
Behavior in Chinese Listed Companies**

王孝珍

指导教师姓名: 陈少华教授

专 业 名 称: 会计学

论文提交日期: 2011 年 4 月 20 日

论文答辩时间:

学位授予日期:

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评阅人: \_\_\_\_\_

2011 年

厦门大学博硕士论文摘要库

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年        月        日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 摘要

从 1956 年 Lintner<sup>[1]</sup>对公司最佳股利政策的研究开始, 现金股利一直是现代财务理论研究的一个重要领域。理论与实证研究成果证明, 不同地区不同阶段的现金股利分配都会有不同的特点, 学者们将这一普遍现象定义为“现金股利之谜”。在国外的研究中, 现金股利作为一种减少代理成本的方式被投资者所青睐, 而在我国, 基于上市公司股权结构集中度高和股权分置的特殊背景, 现金股利成为大股东对小股东利益进行侵害的工具, 出现了分与不分都会损害小股东利益的尴尬局面, 即“现金股利悖论”。

截至 2006 年底, 我国的股权分置改革已基本完成, 股改对于公司现金股利分配的影响尚不确定。本文以我国特殊的股权集中和股权分置改革为背景, 从反映股权结构的四个因素出发, 分析不同的股权结构下大股东的分配动机, 及其对现金股利分配的影响, 并对股改后现金股利的分配和两者关系进行预测以及实证检验, 最终对我国的上市公司股权结构完善以及现金股利分配提出建议。

通过对 2002-2009 年间共 7435 个样本的研究, 本文得出以下结论:

第一, 在我国, 第一大股东的持股比例与现金股利支付率之间呈现倒“U”型关系, 即在股权分散时, 股东偏好现金股利, 随着股权集中度的提高, 大股东对现金股利的偏好降低, 倾向于将现金截留于公司。

第二, 其他大股东对公司现金股利政策的影响, 取决于其与第一大股东利益的一致性和其制衡力的大小。基于此, 股改前, 其他大股东更多选择与第一大股东合谋, 而倾向于现金股利分配, 而股改后, 他们对现金股利的倾向与第一大股东相反, 对第一大股东起着监督和制衡作用。

第三, 股改后, 国有股比例和流通股比例与现金股利的关系都经历了从不明显到明显的变化过程, 且成正相关关系。

第四, 股权的高度集中和股权的非流通制度安排使得现金股利成为大股东侵占小股东利益的工具, 这一现象随着股改的进行有所缓解, 股改为大股东和小股东的利益共享搭建了平台。

**关键词:** 股权结构; 现金股利; 股权分置改革

厦门大学博硕士论文摘要库



## Abstract

Cash dividend policy has always been a widely addressed topic in modern financial literature, since the research of Lintner in 1956 on the best dividend policy. Both theoretical and empirical study indicates that cash dividends in different areas and stages will have different characteristics, which is called “the cash dividend puzzle”. In the research abroad, cash dividends are favored by investors as a method to reduce the agency costs. However, in China, with highly concentrated ownership in listed companies and the special background of the splitting shares, cash dividends become expropriation of minority shareholders by controlling shareholders, which causes the embarrassing situation that whether cash dividends are paid or not, it always means harm to the minority shareholders.

The split share structure reform in listed companies has waned to the close by 2006, what kind of influence can this reform of ownership have on the dividend policy is uncertain. On the basis of high concentration and the Split Share Structure Reform, from the four factors reflecting ownership structure, this paper analyses different motivations for dividends of large shareholders under different ownership structures, and analyses the changes and its reasons after the split share structure reform; then this paper predicts the impact of ownership structure on the cash dividends and do the empirical study with a liner model. Finally this paper gives some recommendations to perfect our ownership structure and our cash dividend behavior.

In this paper, using 7435 observations of China listed firms between the years 2002 and 2009 as a sample, through theoretical analysis and empirical research we have the following findings:

Firstly, in China, there is an inverted "U" shaped relationship between the largest shareholder's stake and cash dividends payout ratio(DPR), which means, when ownership structure is dispersed, large shareholders prefer cash dividends, and when the equity is relatively concentrated, large shareholders prefer low cash dividends and keep cash in the companies.

Secondly, the impact of other large shareholders on cash dividend policies, depends on whether their interests is common with the largest shareholder's and also depends on their power. Because of which, they usually choose to cater for the largest shareholder and favored cash dividends before the split share structure reform, while

have different motivations for cash dividends with the largest shareholder, after the reform, which means they play the role of checking and balancing to the largest shareholder.

Thirdly, after the split share structure reform, the proportion of state-owned shares and percentage of tradable shares have more obvious impact on cash dividends, with an opposite relationship.

Finally, the high concentration and the arrangements of non-tradable shares make cash dividends become expropriation of minority shareholders by controlling shareholders, this phenomenon has been eased with the conduct of concentration. The reform of non-tradable shares provides a platform for the large and minority shareholders to share the same rights.

**Key words:** Ownership structure; Cash dividends; The split share structure reform

# 目 录

摘要.....	I
Abstract.....	III
目录.....	V
Contents .....	VII
<b>第 1 章 引言.....</b>	<b>1</b>
1.1 研究背景 .....	1
1.2 研究意义 .....	2
1.3 研究思路及框架 .....	3
<b>第 2 章 理论基础及文献综述.....</b>	<b>4</b>
2.1 现金股利相关理论成果 .....	4
2.1.1 信号理论.....	5
2.1.2 追随者效应理论和股利迎合理论.....	6
2.1.3 代理理论.....	6
2.2 现金股利影响因素的文献回顾 .....	9
2.2.1 股权结构对现金股利的影响.....	9
2.2.2 现金股利的其他影响因素的研究.....	16
2.3 本章小结 .....	18
<b>第 3 章 股权结构影响派现行为的理论分析.....</b>	<b>20</b>
3.1 股权结构、代理问题与现金股利 .....	20
3.2 我国上市公司派现行为及其原因分析 .....	22
3.2.1 我国上市公司股权结构特征.....	22
3.2.2 我国上市公司派现特征.....	23
3.2.3 高派现行为下的股权结构因素分析.....	25
3.3 本章小结 .....	26

<b>第 4 章 股权结构影响派现行为的实证检验</b>	<b>27</b>
4.1 研究假设	27
4.1.1 第一大股东对现金股利的影响	28
4.1.2 其他大股东对现金股利的影响	30
4.1.3 国有股比例对现金股利的影响	30
4.1.4 股权流通度对现金股利的影响	31
4.2 研究设计	32
4.2.1 样本选择	32
4.2.2 变量选择	33
4.2.3 检验模型	36
4.3 描述性统计	36
4.4 相关性分析	39
4.5 股利支付率影响因素回归分析	40
4.5.1 回归结果	40
4.5.2 回归结果分析	41
4.6 稳健性检验	45
4.6.1 替换因变量	45
4.6.2 截取时间段	47
4.7 本章小结	48
<b>第 5 章 结论及建议</b>	<b>50</b>
5.1 研究结论	50
5.2 政策建议	50
5.3 本文研究的局限性	54
<b>参考文献</b>	<b>55</b>
<b>致谢</b>	<b>60</b>

# Contents

<b>Chapter 1 Introduction.....</b>	<b>1</b>
1.1 Research Background .....	1
1.2 Research Incentive.....	2
1.3 Research Method and Framework.....	3
<b>Chapter 2 Theoretical Foundations and Literatures Review .....</b>	<b>4</b>
2.1 Related Theoretical Foundations about Cash Dividends.....	4
2.2 Related Research Literatures on Cash dividends.....	9
2.3 Conclusions.....	18
<b>Chapter 3 Theoretical Analysis of the Impact of Ownership Structure on Cash Dividends.....</b>	<b>20</b>
3.1 Ownership Structure , Agency Problems and Cash Dividends.....	20
3.2 Analysis of Cash Dividends in the listed Companies and the Reasons.....	22
3.3 Conclusions.....	26
<b>Chapter 4 Empirical Study on the Impact of Ownership Structure on Cash Dividends .....</b>	<b>27</b>
4.1 Research Hypothesis.....	27
4.2 Research Design .....	32
4.3 Descriptive Statistics.....	36
4.4 Correlation Analysis .....	39
4.5 Regression Analysis of Dividend Payout Ratio.....	40
4.6 Nonparametric Tests .....	45
4.7 Conclusions.....	48
<b>Chapter 5 Conclusions and Recommendations .....</b>	<b>50</b>
5.1 Conclusions.....	50
5.2 Policy Recommendations .....	50
5.3 Limitations.....	53
<b>Reference.....</b>	<b>55</b>
<b>Acknowledgements .....</b>	<b>60</b>

厦门大学博硕士论文摘要库

## 第1章 引言

### 1.1 研究背景

传统的代理理论认为，在股权高度分散的公司中，经营权和所有权的分离造成了管理者和股东之间的代理问题：管理者利用内部信息优势来谋取自身利益最大化而做出不利于股东的各项决策。与股权高度分散的假设不同，近些年人们发现，除英美以外的很多国家和地区的公司都存在着股权集中的现象。股权集中导致的大股东侵占小股东利益的问题已经成为公司治理研究的重点领域，在大股东侵占小股东利益的方式中，现金股利因其自身的复杂性而备受争议。

作为对公司剩余利润的分配，股利政策不仅关系到公司筹资方式的选择，更关系到公司价值及未来的发展。在股利政策的理论研究方面，Miller 和 Modigliani 于 1961<sup>[2]</sup>年提出的 MM 理论指出，在完善的资本市场中，股利政策与公司的价值是无关的，无所谓最佳或者最次，企业的股价完全是由其投资决策所决定的获利能力所影响的。而 Fischer Black 于 1976 年在题为《The Dividend Puzzle》<sup>[3]</sup>的文章中指出的“股利之谜”再次引发了人们对股利政策的思考，众多学者围绕“公司为什么会分配股利”，和“投资者为什么会关注股利”展开了热烈的讨论。

以 MM 理论为代表，理论界对股利政策的研究得出了一系列理论成果。后续的理论成果大多是在放松 MM 理论假设的基础上得出的。比较具有代表性的有：通过对无交易成本假设的放松得出“代理成本理论”，对信息对称假设的放松得出了“信号传递理论”，对无税收假设的放松则得出了“税差理论”以及“追随者效应理论”等。且随着公司治理问题研究的不断深入，现金股利与大股东对小股东利益侵占的关系引起了学者们的关注，于是产生了“掏空假说”和“自由现金流量假说”等。

除了规范研究，实证研究学者不断用数据来验证理论的解释力，并得到了不尽相同的结论。像 Frankfurter<sup>[4]</sup>于 1997 年写到的那样：“股利支付模式是一种文化现象，它受到习惯、信念、监管、公司意见、感觉、总体经济环境和其他因素的影响，而且这些因素也在不断的发生变化，对不同的公司产生不同的影响。”但总结分析这些研究结果不难发现，即使存在“现金股利之谜”，股利政策还是

表现出了一些共同的规律：如公司盈利水平、成长性和投资机会、负债情况、公司规模等都会影响公司的股利政策，股权结构就是其中重要的因素之一。

股改前，我国上市公司的现金股利分配有着不同于国外的特点：如分配的随意性大、分配形式多样等，而最受学者关注的是相对的高派现现象，现金股利成为大股东掏空上市公司而侵占小股东利益的重要方式。

大股东之所以能够侵占小股东利益，与我国高度集中的股权结构和特殊的股权分置制度背景分不开。高度集中的股权结构让我国的现金股利分配成为大股东意志的体现，而股权分置更导致了我国“同股不同价不同权”的特殊现象，进而导致了大股东对于现金股利的强烈偏好。

2005 年开始的股权分置改革(以下简称“股改”)，是国家针对大股东股份不能流通的特殊情况制定的、逐渐放开非流通股而提高我国的市场化水平的举措。股改的进行，一方面使得大股东因股票得以流通而降低了对现金股利的狂热追求，另外一方面，股票的流通也造成了股权集中度的下降。据统计，截至 2009 年底，上市公司第一大股东的持股比例就降到了 36.61%<sup>①</sup>。

伴随着股权集中度的降低和大股东对现金股利态度的转变，中国的现金股利分配到底发生了怎样的变化？大股东是否依然控制着我国的现金股利分配？股权结构各因素与现金股利的关系发生了怎样的变化？ 本文将对这些问题展开研究。

## 1.2 研究意义

以往的研究大多是关注于股权分置改革前的状况，从理论到实证都证明了大股东对现金股利的渴求，以及通过现金股利侵占小股东利益的事实。为数不多的研究从股改入手，研究股改前后现金股利分配的变化，但一般都偏重于某个行业或者是笼统地对所有的影响因素进行分析。

本文以我国特殊的股权集中和股权分置改革为背景，从反映股权结构的四个因素出发，分析不同的股权结构下大股东的分配动机，及其对现金股利分配的影响，并对股改后现金股利的分配和其与股权结构的关系进行预测以及实证检验，2002-2009 年间的选取使得本文的样本更具时效性和代表性。本文的研究结

<sup>①</sup> 数据来源：根据 RESSET 数据库资料整理得到。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库